

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-56511883

相关研究

- 疫情高居不下，稳增长预期升温
- 不确定性仍存，继续伺机而动
- 3月PMI点评：疫情冲击需求，供给瓶颈显现

- 3月新增社融46500亿元，大幅高于市场预期的36300亿元，同比多增12738亿元；社融存量同比增长10.6%，高于上月0.4个百分点；新增人民币贷款32567亿元，远高于市场预期的26400亿元。
- **总量大超预期。**3月社融增量超预期，一季度社融增量累计值也较2021年一季度多增了1.73万亿元，社融存量增速较上月提升0.4个百分点至10.6%。究其原因，短贷冲量和财政发力是重要因素。结构上看，政府和企业加杠杆力度大于居民。具体表现在：短端贷款好于长端，企业端贷款好于居民端，政府债券发力明显。社融结构尚需改善。
- **短端好于长端。**3月企业短期贷款同比多增4341亿元，票据融资同比多增4712亿元；企业中长期贷款同比多增148亿元。说明银行信贷额度充足，但实体融资需求偏弱。季末银行为完成监管指标而冲量，导致企业短期融资旺盛。3月上中旬银行冲票据明显，但3月下旬票据利率走高，冲票据现象有所缓解，可能意味着信贷需求边际好转。
- **企业端好于居民端。**3月居民短贷同比少增1394亿元，居民中长期贷款同比少增2504亿元；居民贷款大幅减少与3月房地产销售数据相验证，30大中城市商品房成交面积大幅低于季节性，且与季节性走势完全背离。4月上旬房地产销售仍在下行，或继续拖累4月份居民贷款。
- **财政发力明显。**从政府债券融资来看，3月政府债券融资同比多增3921亿元，一季度合计多增9215亿元，是社融超预期增长的主要影响因素。在稳增长和财政前置的背景下，一季度政府专项债发行明显加速，预计将是后续基建回升的重要支撑。值得关注的是财政存款减少8425亿元，同比少增3571亿元，财政支出加快，也是财政发力的重要证据。
- 整体看，尽管3月份社融总量大超预期，但结构不佳，尚需改善，实体融资需求仍然偏弱。数据发布后，10年期国债收益率当即走高1.25BP，但迅速回落。这一方面说明市场对社融数据的敏感度明显弱于前两月，另一方面说明当前市场的主要影响因素仍是居高不下的本土疫情和中美利差倒挂等因素。
- 短期来看，地缘政治、国内疫情的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，建议跟踪观望，灵活应对。低估值依然相对占优，但结构性分化或许进入中后期。国债收益率中枢可能在当前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

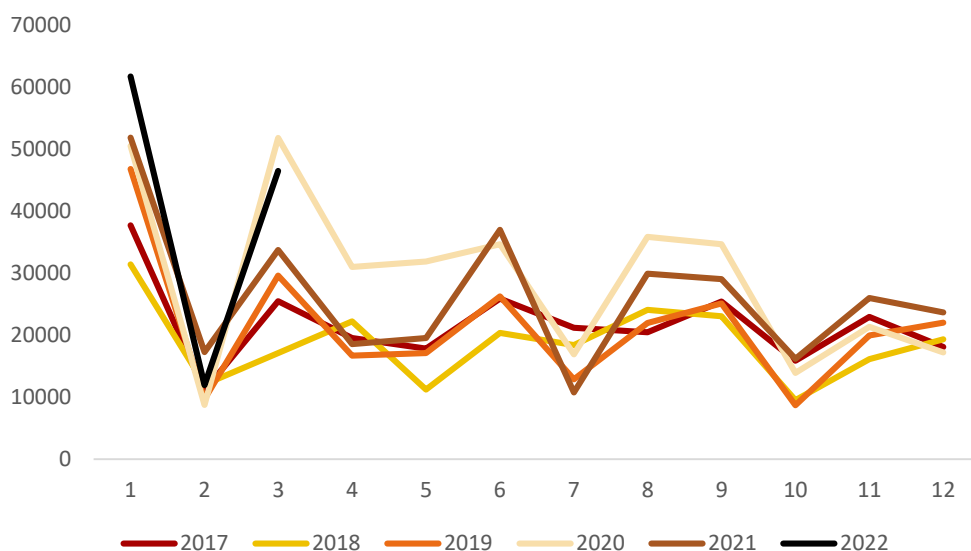
风险提示：疫情发展超预期；海外经济修复不及预期

3月新增社融46500亿元,大幅高于市场预期的36300亿元,同比多增12738亿元;社融存量同比增长10.6%,高于上月0.4个百分点;新增人民币贷款32567亿元,远高于市场预期的26400亿元。

总量超预期，结构需改善

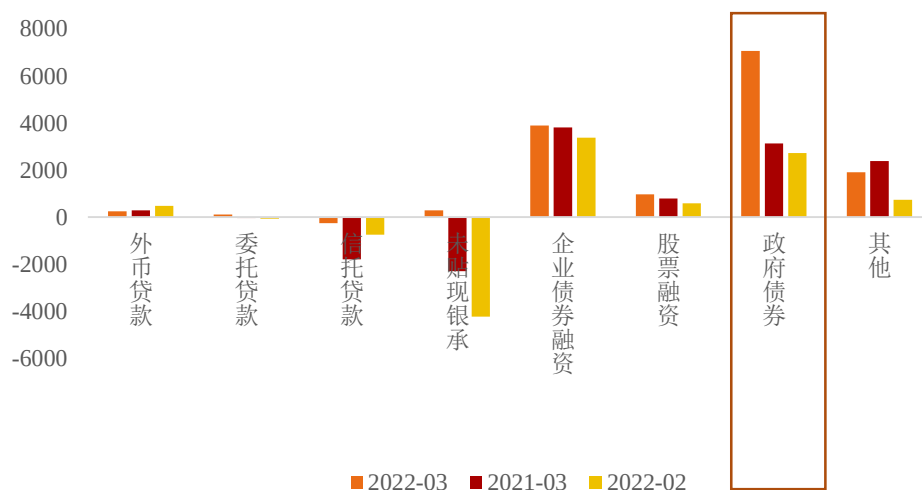
总量大超预期。2022年3月社融增量超预期，一季度社融增量累计值也较2021年一季度多增了1.73万亿元，社融存量增速较上月提升0.4个百分点至10.6%。究其原因，短贷冲量和财政发力是重要因素。结构上看，政府和企业加杠杆力度大于居民。具体表现在：短端贷款好于长端，企业端贷款好于居民端，政府债券发力明显。总体来看，社融结构欠佳，尚需改善。

图 1：社会融资规模：当月新增



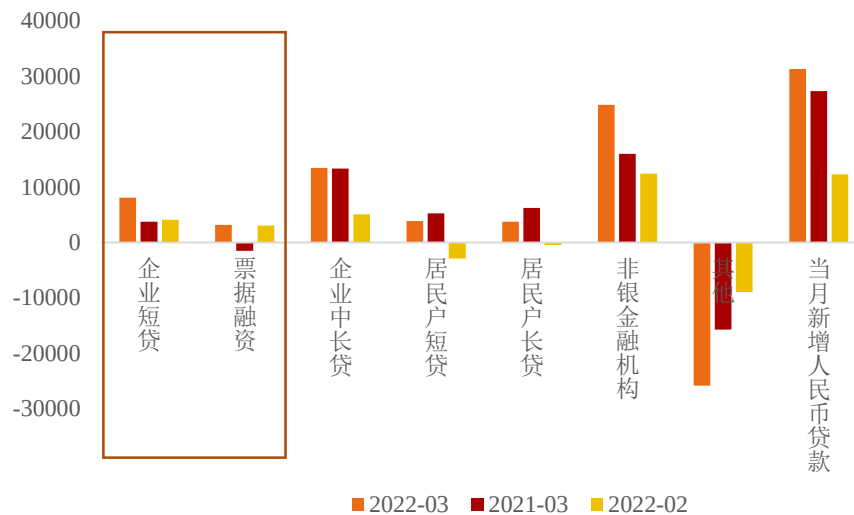
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：新增社融分项



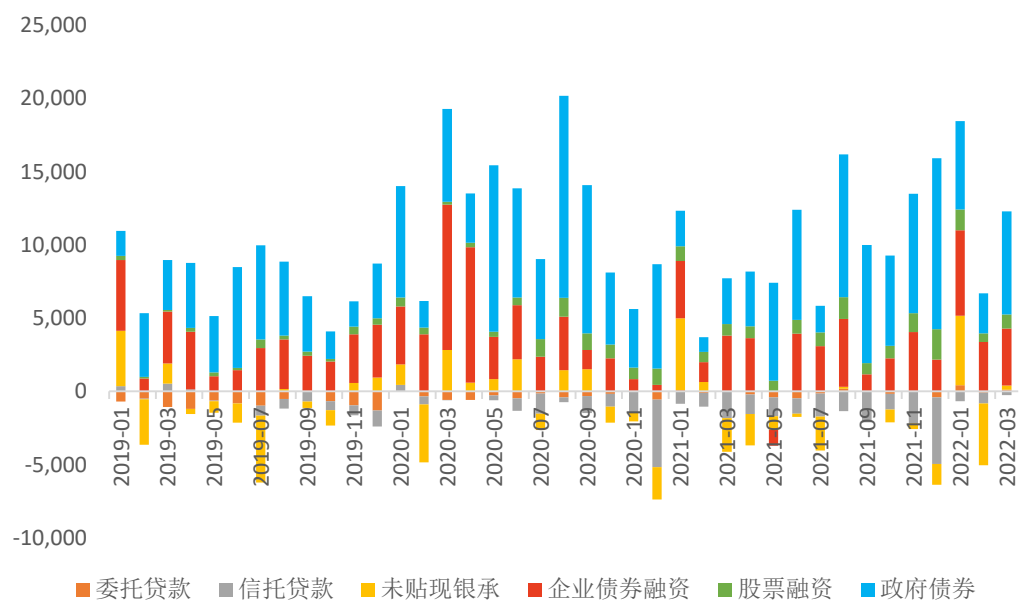
资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 新增贷款分项



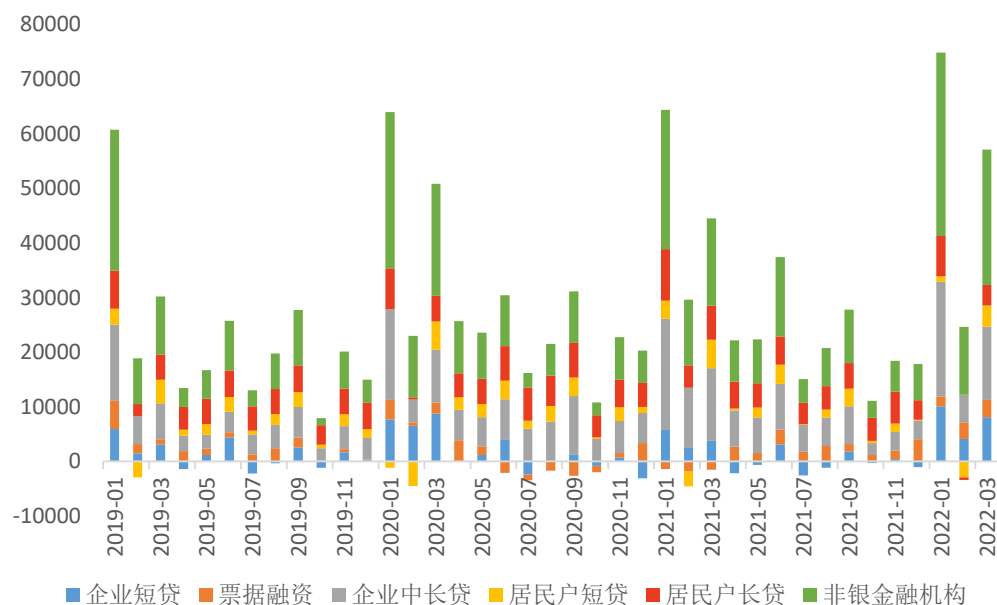
资料来源: Wind, 首创证券

图 4: 社融结构



资料来源: Wind, 首创证券

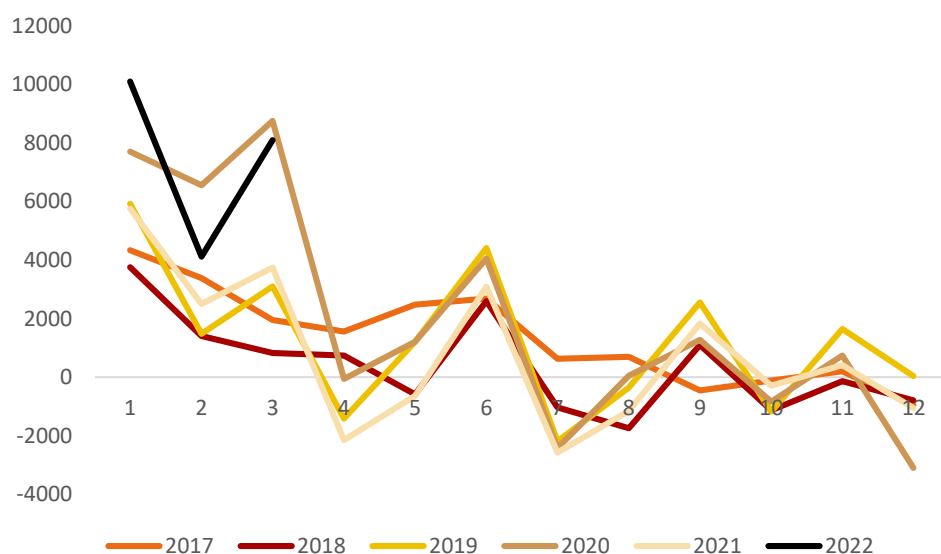
图 5：贷款结构



资料来源：Wind, 首创证券

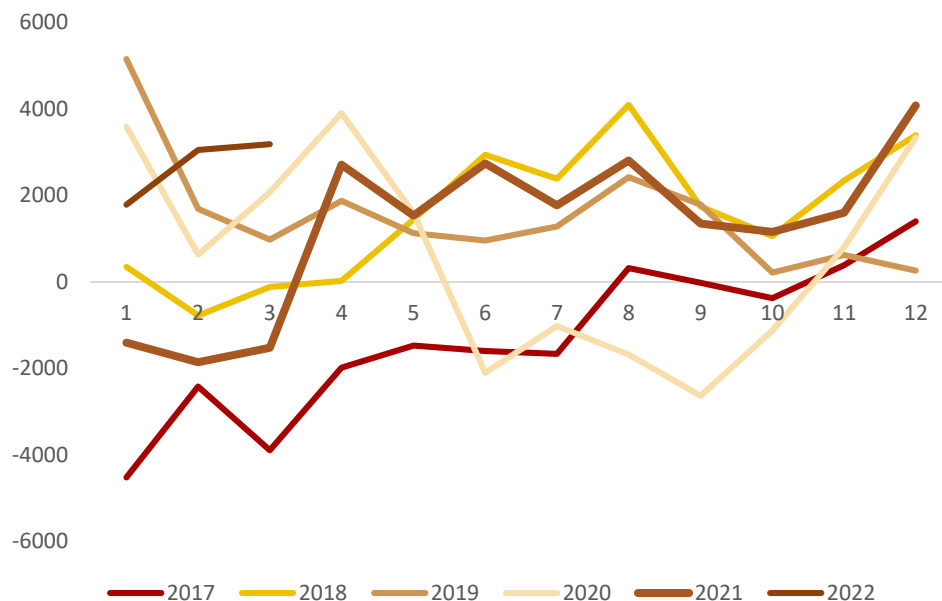
短端好于长端。3月新增人民币贷款32567亿元，其中企业短期贷款新增8089亿元，同比多增4341亿元，票据融资新增3187亿元，同比多增4712亿元；企业中长贷新增13448亿元，同比多增148亿元。说明银行信贷额度充足，但实体融资需求偏弱。企业短期融资主要以缓解流动性压力为主，能带来实体经济增长的中长期贷款需求不强。季末银行为完成监管指标而冲量，导致企业短期融资旺盛。3月上中旬票据利率整体上处于下降的趋势，银行冲票据明显，3月下旬票据利率走高，冲票据现象有所缓解，可能意味着信贷需求边际好转。

图 6：企业短贷:当月新增



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：票据融资:当月新增



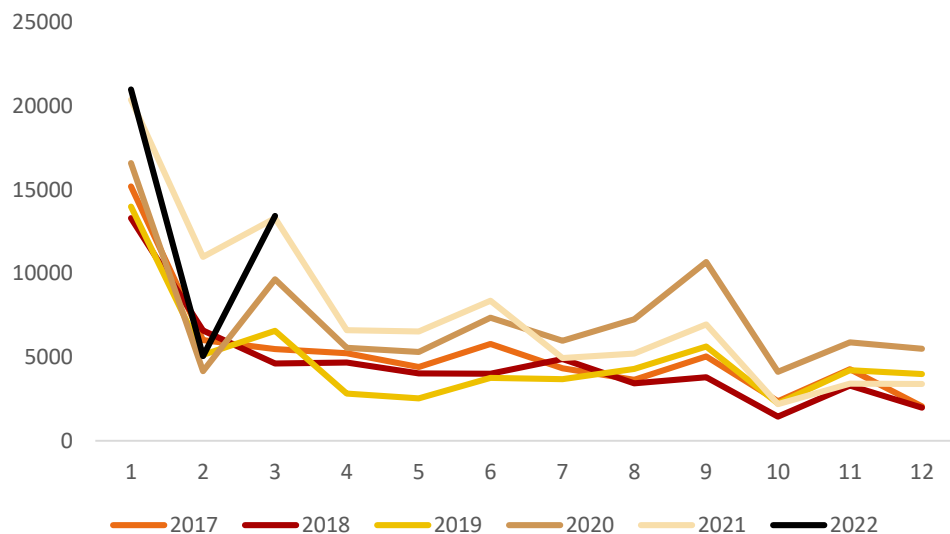
资料来源：Wind, 首创证券

图 8：国股银票转贴现收益率曲线:3 个月



资料来源：Wind, 首创证券

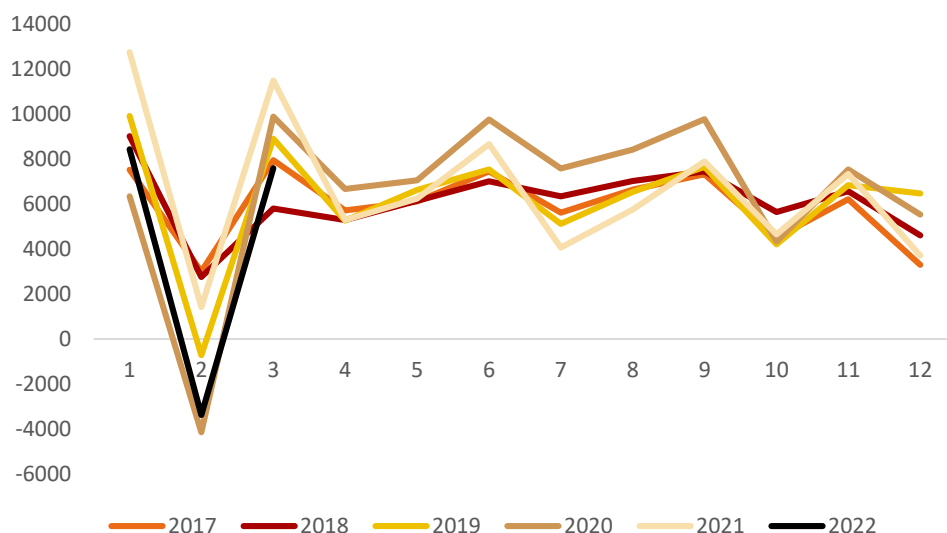
图 9：企业中长贷:当月新增



资料来源：Wind, 首创证券

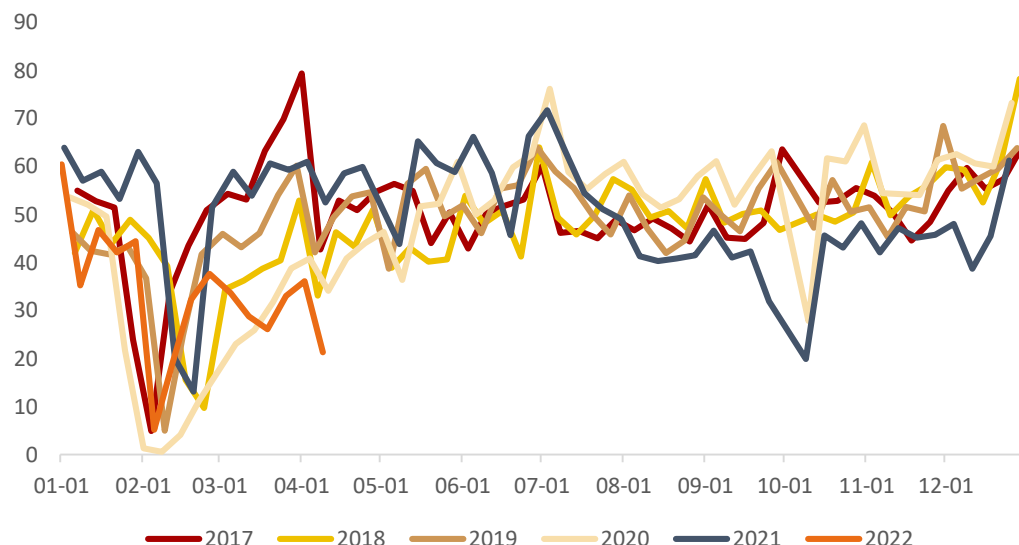
企业端好于居民端。3月新增居民短贷 3848 亿元，同比少增 1394 亿元；新增居民中长贷 3735 亿元，同比少增 2504 亿元；居民贷款大幅减少与 3 月房地产销售数据相验证，30 大中城市商品房成交面积大幅低于季节性，且与季节性走势完全背离。4 月上旬房地产销售仍在下行，或继续拖累 4 月份居民贷款。

图 10：居民贷款:当月新增



资料来源：Wind, 首创证券

图 11: 30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 首创证券

财政发力明显

财政发力明显。从政府债券融资来看, 3 月政府债券融资新增 7052 亿元, 同比多增 3921 亿元, 一季度合计多增 9215 亿元, 是社融超预期增长的主要影响因素。在稳增长和财政前置的背景下, 一季度政府专项债发行明显加速, 预计将是后续基建回升的重要支撑。

图 12: 政府债券: 当月新增



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40177

